

学校编码: 10384

学号: 27820131150148

分类号_____密级_____

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

管理层权力、高管持股与公司业绩

——基于产权异质性的视角

An Empirical Research on Managerial Power, Executive
Ownership and Operating Performance
——from the Perspective of Property Right

袁 碧

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 5 月

学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

根据委托代理理论,所有权与控制权分离产生的委托代理问题一直是学术界和实务界非常关注的问题。薪酬激励作为解决代理问题的主要手段,其能否有效解决代理问题,降低代理成本,也一直是学术界重点研究的问题。然而,近几年随着管理层权力理论的发展,有很多学者发现上市公司高管能够在很大程度上影响甚至决定自己的薪酬,从而使薪酬激励并不必然解决代理问题,反而成为代理问题的一部分。高管持股作为薪酬激励的重要组成部分,随着高管持股数量和比例的增多,其受到理论界和实务界广泛的关注。现有对管理层权力、高管持股与公司业绩的研究中,大多数学者主要是直接探讨管理层权力、高管持股和公司业绩两两相互关系的影响,并没有去深入研究管理层权力影响的传导机制,忽略了管理层可能通过自身权力影响高管持股,进而通过高管持股的激励效应影响公司业绩。因此,本文在研究管理层权力、高管持股与公司业绩的相互关系时,将三者纳入同一个研究体系,从而深入研究其内在影响机制。

本文通过运用 2008 年至 2014 年我国 A 股上市公司数据研究了管理层权力、高管持股与公司业绩三者之间的关系,研究发现,管理层权力越大,高管持股的数量和比例也会越高,这种现象在国有和非国有上市公司中都普遍存在,这表明随着管理层权力的膨胀,高管有更强的动机和能力去持有上市公司的股份;此外,研究表明高管持股在管理层权力和公司业绩之间起到中介作用,且为部分中介效应显著,表明管理层权力在影响公司业绩时部分是通过高管持股的路径;进一步研究发现,在国有企业中,高管持股并没有发现显著的中介作用,主要原因可能是管理层权力的增强会加大国有企业主要存在的代理冲突,从而削弱高管持股的激励效应,减弱甚至消除高管持股的中介作用。而在非国有企业中,高管持股中介作用显著存在,主要原因可能是管理层权力的增强不会对非国有企业存在的主要代理问题产生影响。这些情况说明,在我国,管理层权力巨大时,高管持股比例越大,同时由于产权性质的不同,高管持股在管理层权力与公司业绩之间影响机制差异较大。因此,有必要关注管理层权力、高管持股与公司业绩三者间的传导机制,高度重视管理层权力和高管持股所带来的治理问题。

关键词: 管理层权力; 高管持股; 公司业绩

ABSTRACT

According to the agent theory, the agency problem resulting from the separation of ownership and control has been a concerning issue among academics and practitioners. As one of the primary means to solve the agency problem, salary incentives' effectiveness has also been a key research issue among academic world. However, with the devolvement of managerial power theory, there are so many scholars finding that executives can decide their own salaries, so that the salary incentives can't necessarily solve the agency problem. The existing researches on the relationship of managerial power, executive ownership and performance mainly focus on the direct relationship between the three, not going in deep study of the transmission mechanism of the three. So, this research will put managerial power, executive ownership and performance into one frame to deeply study their intrinsic conduction mechanism.

Using the data from 2008 to 2014, this paper finds some useful results. Firstly, with the greater managerial power comes the higher of managerial ownership, which is prevalent among in the state-owned and non-state-owned listed companies, which reveals that with the expansion of managerial power, the executives have much more motivation to hold shares. Secondly, executive ownership paly an intermediary role partly between managerial power and performance, which means the influence of managerial power on the performance is partly through the path of executive ownership. Lastly, further study on the different mechanism of executive ownership on different property right, it finds no significant intermediary role of executive ownership on sate-owned companies, but significant one among none-state-owned companies. This difference mainly results from the different primary agency problem among state-owned and non-state-owned companies. Therefore, it is necessary to focus on the transmission mechanism among managerial power, executive ownership and performance. Also paying much attention on the governance issues of managerial power and executive ownership is crucial for listed companies.

Keywords: managerial power; executive ownership; performance.

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	4
1.3 研究方法	5
1.4 研究思路及内容	6
1.5 研究创新与不足	8
2 文献回顾	9
2.1 管理层权力与公司业绩	9
2.1.1 国外研究综述	9
2.1.2 国内研究综述	10
2.2 管理层权力与高管持股	12
2.3 文献评述	13
3 相关理论分析	14
3.1 委托代理理论	14
3.1.1 基于股东与管理层之间的代理问题	15
3.1.2 基于股东之间的代理问题	16
3.2 管理层权力理论	16
3.2.1 管理层权力理论的提出与解释	16
3.2.2 管理层权力的制约因素	18
3.2.3 研究我国管理层权力的现实性和必要性	20
3.3 研究假设	22
3.3.1 管理层权力与公司业绩	22
3.3.2 管理层权力与高管持股	22
3.3.3 高管持股的中介作用	23
3.3.4 基于产权异质性分析高管持股的中介作用	24
4 研究设计	25
4.1 样本选择与数据来源	25

4.2 变量定义	26
4.2.1 管理层权力	26
4.2.2 高管持股.....	28
4.2.3 公司业绩.....	28
4.2.4 控制变量.....	28
4.3 模型设计	30
5 实证结果与分析	32
5.1 描述性统计及差异性分析	32
5.2 高管持股的中介作用的回归结果及分析	35
5.3 不同产权性质下高管持股中介作用的回归结果及分析	36
5.4 稳健性检验	39
6 结论及启示	42
6.1 研究结论	42
6.2 政策建议	43
6.3 研究展望	44
参考文献	45
致 谢	50

CONTENTS

Chapter 1: Introduction	1
1.1 Background	1
1.2 Significance	4
1.3 Research Methods	5
1.4 Approaches and Contents	6
1.5 Innovation and Deficiencies	8
Chapter 2: Literature Review	9
2.1 Managerial Power and Performance	9
2.1.1 Overseas Literature	9
2.1.2 Domestic Literature	10
2.2 Managerial Power and Executive Ownership	12
2.3 Summary of Literature	13
Chapter 3: Theoretical Analysis	14
3.1 Agent Theory	14
3.1.1 Agency Problem between Shareholders and Managers	15
3.1.2 Agency Problem between Shareholders	16
3.2 Managerial Power Theory	16
3.2.1 Raise and Explanation	16
3.2.2 Constraint	18
3.2.3 Feasibility and Necessity of Managerial Power Theory	20
3.3 Research Hypothesis	22
3.3.1 Managerial Power and Performance	22
3.3.2 Managerial Power and Executive Ownership	22
3.3.3 Intermediation Mechanism of Executive Ownership	23
3.3.4 Intermediation Mechanism on Property Right	24
Chapter 4: Research Design	25
4.1 Samples and Sources	25

4.2 Variables Defination	26
4.2.1 Managerial Power.....	26
4.2.2 Executive Ownership.....	28
4.2.3 Performance	28
4.2.4 Controlling Variables	28
4.3 Models	30
Chapter 5: Empirical Results and Analysis	32
5.1 Descriptive Statistics and Difference Analysis	32
5.2 Results and Analysis of Intermediation Mechanism.....	35
5.3 Results and Analysis of Different Property Right.....	36
5.4 Robustness Tests.....	39
Chapter 6: Conclusions and Implicaitons	42
6.1 Conclusions.....	42
6.2 Suggestions.....	43
6.3 Prospects	44
References	45
Acknowledgements	50

1 绪论

1.1 研究背景

股份制公司的诞生与发展极大地扩展了单个经济主体所能掌握和支配的资源，并能够充分有效地分散人类商业活动中的经营风险。随着股份制公司的不断发展壮大，所有权和控制权的分离成为了股份制公司的标准组织框架，一方面所有权和控制权的分离使得公司经营管理活动能够以更加专业化的形式进行开展，提高了公司对内部资源优化配置的效率。但另一方面两权分离所产生的信息不对称问题，导致了长期以来被外界广泛关注的委托代理问题，因此如何有效降低代理成本，如何实现管理者和股东目标效用函数的一致性，这一直是学术界和实务界非常关注的问题。Jensen 和 Meckling（1976）首次提出了通过股权激励的方式来解决委托代理问题，并对股权激励的效用进行了研究，据此提出了“利益趋同假说”。他们认为通过高管持股可以有效地将管理者和股东之间的利益进行捆绑，使双方利益趋于一致，进而在一定程度上解决委托代理问题。在此之后，Fama（1980）和 Damsetz（1985）共同提出了“壕沟防御假说”，该假说对于高管持股能够有效解决委托代理问题提出了质疑，并且认为高管持股反而会加剧企业所有者和管理者之间的代理冲突，加剧委托代理问题。之后，很多学者围绕高管持股是否能够有效解决代理问题进行了大量的理论和实证研究，得到了丰富的研究成果，但直到今天，国内外研究学者对于高管持股是否能够有效解决委托代理问题、提高公司经营业绩水平、增加企业价值尚没有一致的结论。

薪酬激励一直都被看作是解决代理问题的有效手段，随着近年来相关研究的深入，有很多学者发现公司高管能够在很大程度上影响甚至决定自己的薪酬水平，认为薪酬激励并不必然是解决委托代理问题的有效手段。相反，由于管理层权力的作用，其对薪酬激励的影响还可能使得薪酬激励成为代理问题的一部分。Bebchuk 和 Fried（2004）在总结大量研究的基础上，系统阐述了两种决定管理层薪酬契约的理论，即最优契约理论和管理层权力理论。其中，管理层权力理论是指公司管理层对公司治理体系，包括但不限于决策权、监督权以及执行权等的影响能力，由于管理层权力的存在，其会对薪酬契约造成影响使其最终的薪酬契约偏离最优状态。薪酬契约中管理层的薪酬主要包括三方面的内容：即货币薪酬、

高管持股（股权激励）以及在职消费（卢锐，2008）。近几年，特别是在国有企业中货币薪酬以及三公消费受到政府严格约束与管制，使得高管不得不放远眼光，更加注重企业的未来发展，通过提升公司业绩来获取更加有利的报酬。此外，随着股权激励的日渐成熟、员工持股计划的推出、高管参与自家公司定向增发、高管直接二级市场买卖公司股票现象增多，多种方式的高管持股来源，为高管持股的发展创造了良好的条件。近几年高管持股数量和比例越来越大，使得其占管理层薪酬中的比重也越来越大。随着社交媒体的快速发展以及上市公司高管持股现象日益增多，社会对高管持股现象的关注度也持续升温。由于高管持股在一定程度上也会受到管理层权力的影响，因此，从管理层权力的视角对我国高管持股进行研究对于我国企业解决代理问题、正确认识高管持股现象、合理安排股权激励计划（高管持股计划）具有极其重要的意义。

由于我国特殊的制度环境，国有企业存在的内部人控制现象以及民营企业存在的“一股独大”的股权结构都可能促使企业最终的内部控制权转移到相关管理层，这使得管理层权力理论在我国的应用与发展创造了制度条件。在我国，薪酬激励方面的研究大都是基于最优契约理论（魏刚，2000），且多为对货币薪酬和在职消费方面的研究，较少有学者从管理层权力视角研究高管持股。近几年来，随着管理层权力理论的兴起与高管持股现象的增多，高管持股作为管理层薪酬激励的主要组成部分，同时管理层权力能够在很大程度上影响管理层薪酬体系，从而使得管理层权力对高管持股的影响逐渐成为学者关注的热点问题。那么，公司管理层权力与高管持股之间存在怎样的关系？高管持股是否能够作为解决委托代理问题的有效手段？管理层权力、高管持股与公司业绩之间存在怎样的内在影响机制？对此，国内外均出现了一系列的研究，传统的管理层权力理论主要关注管理层权力、货币薪酬、管理层薪酬差距、公司业绩等的相关性，对于高管持股的研究大多是直接探讨管理层权力与股权激励设计的直接关系。对于管理层权力与公司业绩研究的文献也较多，但这类文献基本是直接探讨管理层权力相关特征与公司业绩直接关系，没有去深入研究管理层权力的影响机制的实现过程，忽略了管理层可能通过自身权力影响高管持股，进而通过高管持股的激励效应影响公司业绩水平。高管持股作为上市公司薪酬激励的重要组成部分，其一方面受管理层权力的影响，另一方面高管持股的激励效用可能因为管理层权力的大小不同而

产生差异。因此，在研究管理层权力、高管持股与公司业绩的相互关系时，需将三者纳入同一个研究体系，从而深究其内在传导机制。

在我国上市公司的研究中，部分学者发现管理层是能够直接参与设计薪酬契约的，这种现象在国有上市公司中比较明显。国有上市公司本身存在“所有者缺位”的现象，且国有企业的管理层多为政府委派，其一方面承担着较小的经营风险，另一方面又可通过行政级别与高管薪酬获得巨大的收益。张维迎（1999）认为控制权与责任不对等时，控制权会演变成一种“廉价投票权”，投票人并不会承担自己投票结果所产生的责任，因此在国有企业中普遍存在管理层的权力与其责任严重不匹配的现象。并且国有企业往往存在“一把手”制度，这会导致管理层的利益寻租行为，寻租者能够轻易地通过寻找到合作伙伴，利用非法或不正当手段谋取私人利益，从而产生代理问题，这时主要表现为股东与管理者之间的代理问题（即代理型公司治理问题）。与国有企业一样，我国民营企业也同样存在代理问题，但代理问题的侧重点不同于国有企业。我国民营企业上市公司普遍存在股权集中的现象，且多数大股东与管理层两职合一，同样在这样的情况下，部分管理层也能够自己参与设计薪酬契约，以获得更多的货币薪酬。股权集中的上市公司的企业往往较容易发生大额的关联交易、并购、债务重组，将上市公司利益输送至利益相关者，这时主要表现为大小股东之间的代理问题（即剥夺型公司治理问题）。所以相比于西方上市公司较为分散的股权结构，由于我国经济发展的特殊性，在我国上市公司中，股东与管理者的代理问题在国有上市公司中较为明显，而大小股东之间的代理问题在我国民营上市公司中表现得较为突出。由于不同产权性质下主要代理问题的差异性，势必会影响管理层权力的作用机制以及高管持股的激励效用，因此，在研究管理层权力、高管持股与公司业绩三者的关系时，还应该考虑不同产权性质下其作用机制的差异性。

综上所述，在研究高管持股问题时，由于高管持股作为薪酬激励的特殊性，还应该考虑管理层权力的影响，全方位研究管理层权力、高管持股与公司业绩的作用机制，将三者纳入同一体系进行研究。同时，由于不同产权性质下公司代理问题的差异性，可能使得管理层权力会对高管持股激励效用产生不同影响。因此，还应该考虑不同产权性质下管理层权力、高管持股与公司业绩的影响机制，相关理论分析与经验证据对完善我国企业公司治理和产权制度具有重要的借鉴意义。

1.2 研究意义

本文主要在管理层权力理论框架下对我国上市公司的治理问题进行研究，具体而言是研究管理层权力、高管持股和公司业绩之间的内在影响机制以及不同产权性质下管理层权力、高管持股和公司业绩影响机制的差异性，研究可进一步丰富我国公司治理研究方面的内容，同时可加强对我国不同产权性质的上市公司代理问题的认识。本文具体的研究意义主要为以下三个方面：

其一，从理论研究层面来看，研究管理层权力理论与高管持股能对我国公司治理理论研究内容进行补充。我国作为新兴市场的代表，国有企业数量较多，但随着市场体系的发展，民营企业迅速发展，其数量也逐渐增多，在很多方面有着自己的特点。通过深入研究我国不同产权性质上市公司代理问题的特点，同时从管理层权力与高管持股的视角进行研究分析，有利于充实公司治理的研究内容，丰富我国公司治理理论的研究体系。

其二，从公司治理研究的视角来看，研究管理层权力、高管持股与公司业绩的内在影响机制，一方面不仅有助于了解管理层权力、高管持股和公司业绩的传导机制，另一方面还有助于了解不同产权性质下三者传导机制以及代理问题的差异性。管理层权力大小的差异性，将导致其高管持股行为的不同，同时不同产权性质下的管理层权力对高管持股、公司业绩的影响也不尽相同，研究这种传导机制差异性，有利于我国上市公司正确认识高管权力、制定出更加合理的高管持股计划、降低代理成本，进而充分有效提升上市公司的内部治理水平。

其三，从投资者保护的角度来看，由于我国是以公有制为主体，多种所有制共存的经济体制，发展模式较为特殊，其产权关系也相对复杂，研究分析管理层权力和高管持股导致的代理问题，并作出相应的政策建议，可长远有效的保护中小股东的利益，从而更加有效地促进我国经济的长远发展。同时，当前我国处在金融体制改革势在必行的攻坚环节，积极保护中小股东的利益，能够促使我国金融市场健康稳定发展，其有着特殊的历史意义。

1.3 研究方法

本文通过运用实证研究方法和规范研究方法展开对论文的具体研究,文章主要是以实证研究方法为主,规范研究方法为辅。在实证研究内容的部分,本文拟采用描述性统计分析、差异性检验、最小二乘法回归分析、稳健性检验等分析方法进行实证分析。在文献回顾、理论推导过程、整体论文的研究思路构建中主要使用的是规范性研究方法。

(1) 实证研究部分

首先在描述性统计分析部分,通过计算样本变量的平均值、最大值、最小值和方差等指标,对本文所涉及的相关变量进行描述性统计分析。同时通过进行分组分析,以初步了解各变量数据之间的形态、数据分布、相关性等。然后利用差异性分析,初步统计分析数据,以支持本文的研究假设。

在模型回归分析部分,本文采用三个具体模型对相关的研究假设进行验证。同时,在稳健性检验中使用相关替代变量和工具变量,对模型进行重新回归分析,以验证本文主体研究假设、支持研究结论。

实证研究中除上市公司管理层任职年限数据来源于对沪深两市上市公司年报数据的手工整理外,其它主要的数据均来源于 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。在数据分析过程中,主要借助的数据分析工具为 EXCEL 2007 和 STATA 13.0 统计软件。

(2) 规范研究部分

在文献回顾部分,通过对国内外相关领域文献的回顾和归纳,对国内外相关学者的研究文献及相关结论进行总结,发掘尚未深入研究的领域,从而提出本文主要的研究方向及关注的重点问题。在理论分析部分,本文以相关理论为基础,并结合研究内容的特点及我国现状,通过逻辑分析对研究问题进行阐述,从而提出可行性的研究假设。

1.4 研究思路及内容

本文构建了如下的研究思路：

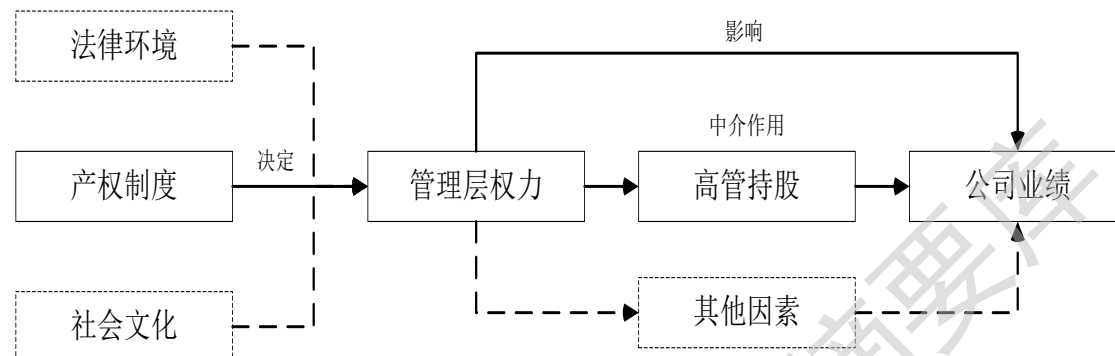


图 1.1 基本研究思路图

本文以管理层权力理论为研究基础，由于管理层权力的形成受到产权制度、法律环境、社会文化等多种因素的影响，本文假设除产权制度外其他因素不发生重大变化。在此背景下，本文首先研究了管理层权力、高管持股和公司业绩的内在影响机制，随后，研究不同产权制度下，管理层权力、高管持股和公司业绩影响机制的差异性。本文认为管理层权力的大小会影响薪酬体系的构成，而高管持股作为薪酬体系的重要组成部分，也会因为管理层权力大小的不同而受到影响，且管理层权力可通过高管持股对公司业绩产生影响，即高管持股起到中介作用。同时，由于产权性质的不同，其也会对管理层权力、高管持股与公司业绩的内在影响机制产生不同的影响。

因此，结合本文具体的研究思路和研究方法，本文的研究内容主要分为以下几个部分：

第一章 绪论。首先介绍本文的研究背景与研究意义，并对文章研究思路进行阐述，从而构建出本文研究的具体框架，然后介绍文章所采用的具体研究方法，最后指出本文的研究创新与不足。

第二章 文献回顾。基于管理层权力理论，首先回顾了国内外有关管理层权力与公司业绩研究方面的文献，然后对管理层权力与高管持股影响的相关文献进行梳理。最后对文献进行了评述与梳理，挖掘其中可供研究的内容，提出本文的研究侧重点。

第三章 相关理论分析。本章对委托代理理论与管理层权力理论相关内容进

行了梳理，从委托代理理论出发叙述了两类主要的代理问题，然后结合管理层权力理论具体内容，梳理了管理层权力的来源、定义、影响因素等。最后从理论上研究了管理层权力对公司业绩和高管持股的影响，并分析了高管持股的中介作用机制以及不同产权性质下管理层权力影响的差异性，提出本文具体的研究假设。

第四章 研究设计。本章包括模型的设计、数据的来源、样本的删选、相关变量的定义。在模型设计部分，结合本文的研究假设，分析并预测了回归模型中核心变量的系数符号。

第五章 实证结果与分析。包括对本文所选相关变量的描述性统计分析、差异性分析、回归分析和稳健性检验，最终对实证研究结果进行分析总结，以验证本文的相关研究假设。

第六章 结论及启示。本章内容对本文的研究成果进行了总结，提出优化公司治理机制、设计出更恰当的股权激励计划、规范高管持股行为等相关政策建议。最后，根据文章的研究内容和研究发现，提出本文的研究展望。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.